

# 中国企业海外并购的宏观经济因素分析

林泽生

(厦门大学, 厦门 361000)

〔摘 要〕 企业海外并购问题的研究一直是理论界研究的热点和重点。已有的研究主要集中在企业这一微观经济主体进行海外并购的动因分析上, 对宏观经济因素如何影响企业海外并购却鲜有学者进行系统研究, 本文从我国企业海外并购的实践出发, 实证分析了影响我国企业海外并购的宏观经济因素, 并得到一些有益的结论和启示。

〔关键词〕 海外并购 宏观经济 因素分析

〔中图分类号〕 F275.5 〔文献标识码〕 A

## 引 言

随着全球经济一体化的不断深入和发展, 特别是 2001 年我国正式加入世界贸易组织, 我国企业海外 (本

文的海外指中国大陆以外的国家和地区, 包括香港和台湾地区) 并购的数量一年比一年多。如表 1 所示。

表 1 中国企业海外并购数量 (2001 ~ 2008 年)

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
数量	10	12	29	55	57	59	60	102

注: 根据 Zephyr 数据库整理

企业海外并购是企业进行对外直接投资的一种方式, 新一轮企业海外并购浪潮正向人们昭示: 在企业对外直接投资的两种方式中, 海外并购已经取代海外创建, 成为许多企业对外直接投资的主要方式。随着全球投资自由化进程的进一步深化和投资政策、法律的国际协调进一步加强, 这种趋势还将进一步体现出来。从已有文献看, 目前的研究主要针对微观经济主体进行海外并购的动因分析, 对宏观经济因素如何影响企业海外并购却鲜有学者进行系统研究。然而, 企业海外并购不仅是企业作为微观经济主体的自然选择, 而且与一国及世界宏观经济因素密不可分。当前, 我国企业海外并购正如火如荼, 我国宏观经济因素对我国企业参与海外并购有何影响, 企业海外并购如何进行时机选择, 这些问题的探索对于政府部门制定政策, 企业合理安排海外扩张策略都具有十分重要的意义。

## 1 变量假设与数据

### 1.1 变量假设

企业海外并购的宏观经济因素既包括国内因素, 也包括海外因素, 本文是在假定海外因素不变的情况下讨论我国宏观经济因素对我国企业海外并购的影响。以下假设可能的宏观经济因素及变量:

经济周期: 在经济的繁荣时期, 企业对未来的经济和市场潜力持乐观态度, 倾向于进行对外扩张, 选择合

适的目标公司进行海外并购是快速扩张的有效途径, 因此海外并购数量会增加。在经济萧条时期则相反, 企业对未来的经济和市场潜力持悲观态度, 倾向于收缩生产, 于是海外并购数量会减少。本文用国内生产总值这一变量衡量经济周期, 记为 GDP。

股票市场: 一般而言, 当市场处于牛市时, 股票指数上升, 上市企业的股价提高, 因此企业融资额增加, 有利于企业进行海外并购, 海外并购数量会增加; 反之, 股票指数下跌, 上市企业的股价降低, 企业融资额减少, 不利于企业进行海外并购, 海外并购数量会减少。本文用上海证券交易所股票交易综合指数这一变量衡量股票市场, 记为 STOCK。

货币供应量: 货币供应量反映的是货币政策的松紧程度, 宽松的货币政策会使得市场流动性充足, 企业资金充裕, 有利于企业进行海外并购, 海外并购数量会增加; 反之, 紧缩的货币政策会使市场的流动性不足, 企业资金紧张, 不利于企业进行海外并购, 海外并购数量会减少。本文用 M2 衡量货币供应量, 记为 M2。

市场利率: 利率是由中央银行及贷款机构 (如商业银行) 所设定的, 中央银行可以通过利率调控贷款机构的放贷行为, 限制或增加市场流通的货币数量。对企业来说, 利率反映的是资金成本问题, 利率高了, 资金成本就高, 企业经营要扩张就比较困难, 海外并购的数量

收稿日期: 2009-03-18

就会减少；相反，利率低了，资金成本就低，企业经营要扩张就比较容易，海外并购的数量就会增加。本文用央行公布的基准利率衡量市场利率，记为 RATE。

外汇汇率：外汇汇率是两个国家不同货币之间的比价，本币升值可以降低本国企业的对外直接投资成本，因此海外并购数量会增加；反之，本币贬值则会增加本国企业对外直接投资的成本，因此海外并购数量会减少。历史上德国和日本的企业都利用本币升值和外资相对廉价的有利时机，积极扩大对外直接投资规模。本文用人民币汇率衡量外汇汇率，记为 ERATE。

对外开放度：对外开放度反映一国经济与世界经济联系的紧密程度，当一国对外开放度越高时，一国对外直接投资也会越高，则一国企业海外并购数量会增加；反之，当一国对外开放度较低时，一国对外直接投资也会较低，则一国企业海外并购数量会减少。本文用对外贸易开放度衡量对外开放度，记为 TOD。

1.2 数据

关于样本数据的年份选择，由于 2001 年我国正式加入 WTO，而在加入 WTO 之前，我国企业的海外并购数量非常的少，因此在样本的选择上以 2001 为统计的时间起

点，到 2008 年共 8 个年度的数据。鉴于可得样本数量有限，且单个样本变量基本不服从正态分布，故本文只能进行统计分析，无法进行回归分析。

关于样本数据的来源，CBMA 的数据来源于 ZEPHYR 数据库，ZEPHYR 数据库是由比利时财务信息数据库提供商 Bureau van Dijk 公司（BVD）提供的并购交易数据库，该数据库收集了 1997 年以后全世界范围内发生的并购事件，交易类型包括了收购、兼并、员工持股、分拆、IPO 等，本文选择交易类型为合并（Merger）和收购（Acquisition）作为并购事件，按照并购宣布时间统计整理得每年并购数。GDP、M2、RATE（取 6 个月到 1 年的贷款基准利率）、ERATE（由于国际上大多数资产以美元计价，故本文以人民币对美元汇率来反应外汇汇率变动情况）、TOD 变量数据均从国家统计局、中国人民银行、国家外汇管理局网站整理计算得到，年度数据为每月度平均数的总和除以 12 个月。STOCK 的数据由大智慧行情软件计算得到，年度数据为当年所有交易日当天收盘价的全年平均值。

2001 ~ 2008 年我国各宏观经济变量的年份数据如表 2 所示：

表 2 2001 ~ 2008 年我国各宏观经济变量的年份数据表

指标	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
GDP (万亿)	10.97	12.03	13.58	15.99	18.39	21.09	24.66	26.88
M2 (万亿)	14.07	16.89	20.30	23.78	27.65	32.26	37.92	44.21
RATE (%)	5.850	5.445	5.310	5.355	5.580	5.850	6.668	7.223
STOCK	1956	1567	1468	1483	1154	1630	4172	3032
ERATE	8.277	8.277	8.277	8.277	8.190	7.973	7.607	6.947
TOD (%)	4.308	4.770	5.691	6.535	6.904	7.239	7.332	9.529

2 统计分析和结果

2.1 统计量特征分析

并购与宏观经济变量数据描述统计量如下表 3 所示。

表 3 并购与宏观经济变量数据描述统计量表

变 量	样本数	最小值	最大值	均 值	标准差
CBMA (个)	8	10	102	48	30.27
GDP (万亿)	8	10.97	26.88	17.95	5.87
STOCK	8	1154	4172	2057.75	1024.58
M2 (万亿)	8	14.07	44.21	27.14	10.47
RATE (%)	8	5.13	7.22	5.91	0.69
ERATE	8	6.95	8.28	7.98	0.48
TOD (%)	8	4.31	9.53	6.54	1.69

由表 3 分析可知，在 7 个变量中，CBMA、GDP、STOCK、M2，4 个变量的离散系数（标准差/均值）均在 0.3 以上，说明这 4 个变量的离散化程度比较高。从变量 GDP 来看，GDP 从 2001 年开始每年基本以 10 % 左右的速度增长。

从变量 M2 来看，M2 从 2001 年开始每年基本以 17 % 左右的速度增长。从变量 STOCK 来看，STOCK 从 2001 年开始基本上服从先降后升再降的基本趋势，除 2003、2004、2005，3 个年度平均指数保持相对稳定之外，其他年度均较上个年度

有较大变化, 2002 年平均指数从 2001 年的 1956 降到 1567, 跌幅达 20%, 2006 年平均指数从 2005 年的 1154 升到 1630, 涨幅达 41%, 尤其是 2007 年平均指数从 2006 年的 1630 升到 4172, 涨幅高达 156%, 2008 年平均指数从 2007 年的 4172 降到 3032, 跌幅达 27%。从变量 CBMA 来看, CBMA 在 2003、2004、2008 年度均较前一年度有大幅增长, 2003 年较 2002 年增长 142%, 2004 年较 2003 年增长 90%, 2008 年较 2007 年增长 70%。

在这 4 个变量中, 变量 GDP 和 M2 保持一定的增长速度由低到高单向变动, 可以支持变量 CBMA 同样由低到高的单向变动, 变量 STOCK 的变动没有单向趋势, 无法很好解释 CBMA 的单向变动。但变量 STOCK 在 2006、2007 年大幅增长, 变量 CBMA 在 2008 年大幅增长, 两者

的滞后异常增长应有关联, 2006、2007 年我国证券市场大幅上涨, 这为上市企业带来了充裕的资金, 2006 年开始也是自 2005 年我国实行汇率改革后人民币升值最快的阶段, 两个因素的共同作用下, 我国企业加快了海外并购的步伐, 但由于海外并购是一个相对复杂的过程, 从着手进行到宣布并购有一个周期, 因此出现了 2008 年的滞后反应。变量 CBMA 在 2003、2004 的大幅增长应可看作是我国 2001 年底加入世界贸易组织后, 经过一年的熟悉和磨合, 海外并购的快速发展在随后的 2003、2004 年得到体现。

2.2 相关系数分析

我国企业海外并购数与各宏观经济变量之间的相关系数如表 4 所示。

表 4 我国企业海外并购数与各宏观经济变量之间的相关系数表

并购数	宏观因素					
	GDP	STOCK	M2	RATE	ERATE	TOD
CBMA	0.9232	0.4324	0.8904	0.7075	- 0.8284	0.9839

注: 相关系数由 Eviews 软件得出。

由表 4 可知, 相关系数绝对值大于 0.8 的宏观经济变量有 4 个: TOD、GDP、M2 和 ERATE。相关性最高的是 TOD, 2001 年开始我国正式加入 WTO, 随着对外贸易的迅速增长, 我国经济与世界经济日益紧密联系在一起, TOD 越高, 企业海外并购的数量就越多, 这符合并购理论中贸易对投资的“引致”作用。其次是 GDP, 国内生产总值的增长带动了我国企业在国民经济发展过程中的迅速壮大, 企业在做大做强后纷纷进行海外并购参与国际竞争, 企业海外数量就增加, 这符合并购理论中企业成长是企业海外并购的动因说。再次是 M2, 我国国内宽松的货币政策为我国企业进行海外并购提供良好的环境, 货币政策越宽松, 海外并购数量越多, 这符合并购理论中并购资金对并购行为推动作用的假设。再次是 ERATE, 外汇汇率与并购数呈现负相关关系, 这是因为本文采用的是我国通用的直接标价法, 外汇汇率值越低, 本币越升值, 外汇汇率值越高, 本币越贬值; 人民币汇率反映的是我国企业海外并购的资金成本, 在人民币不断升值的情况下, 我国企业海外并购也不断增加, 这符合并购理论中企业追求成本最小化和利润最大化需要的假设。

相关系数绝对值在 0.8 之下的宏观经济变量有两个: RATE 和 STOCK。从 RATE 来看, 由于我国金融市场利率市场化尚未实现, 因此利率对企业海外并购的影响也不够显著, 但毕竟利率是企业筹资的成本指标, 而海外并购无疑需要大量的资金, 因此已有的数据也反映了一定的相关性。从 STOCK 来看, 股票指数对我国企业海外并购的影响十分不显著, 主要原因是样本数据期间我国证券市场经历了一系列改革, 包括国有股减持、实施股权分置改革等重大措施, 这些措施的实施引起了证券市场的大幅度上下波动, 所以从已有的数据来看, 我国企业海外并购与股票市场状况相关性较低。

3 结论和启示

由以上分析得出, 我国企业海外并购的主要宏观经

济因素有 4 个: 经济周期, 货币供应量, 外汇汇率和对外开放度。当我国处于经济周期的上升通道, 货币供应量充足, 人民币持续升值, 对外开放度继续扩大时, 正是我国企业进行海外并购最佳时机。因此, 我国企业在进行海外并购时除了要十分关注目标公司和海外宏观经济因素, 更要密切联系国内宏观经济发展变化情况, 审时度势, 提高海外并购的成功率。同时, 当前我国 4 个宏观经济因素都呈良好态势, 又正值国际金融危机爆发, 许多国外的资产价格正处于低位, 外部经济环境正给我国企业提供千载难逢的机会, 我国企业应抓住有利时机在海外并购中迅速成长。

我国企业的海外并购将迎来一个难得的战略机遇期, 政府应积极构建我国企业海外并购的宏观支撑体系, 以鼓励和保护我国企业海外并购的良性发展。这个宏观支撑体系包括积极扶持和培育更多具有海外并购能力的大型企业集团; 大力加强我国资本市场建设, 提高企业海外并购的融资能力; 制定《中国企业海外投资法》等法律法规, 为我国企业海外并购提供法律保障; 充分运用税收优惠等政策措施鼓励和支持我国企业参与海外并购, 进一步开拓国际市场等。

参 考 文 献

1. 廖运凤. 中国企业海外并购 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2006  
2. 王习农. 跨国并购中的企业和政府 [M]. 北京: 中国经济出版社, 2005  
3. 武勇, 谭力文. 论中国企业跨国并购 [J]. 经济问题探索, 2004, (8)  
4. 郭杰, 肖善. 企业跨国并购问题分析 [M]. 北京: 中国三峡出版社, 2004  
5. 叶勤. 跨国并购影响因素的理论解释与述评 [J]. 外国经济与管理, 2003, (1)  
作者简介 林泽生, 厦门大学金融系博士研究生。研究方向: 公司金融与国际金融管理。